

Diagnosis Pengelolaan Keuangan Pemerintah Daerah  
Kabupaten Aceh Barat dan Nagan Raya

**Gagaring Pagalung**

Preferensi Konsumen terhadap Tempat Pembelian Buah di Kota  
Yogyakarta

**Soeharto**

Identifikasi dan Solusi terhadap Kesalahan Sistematis: Analisis  
Kasus pada Konsep Perilaku Konsumen

**lin Mayasari dan Prima Naomi**

Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan dan Tingkat Kemahalan  
Harga Saham terhadap Keputusan *Stock Split* Di Bursa Efek  
Jakarta

**Elok Sri Utami**

*Behavioral Finance*: Kontribusi, Keterbatasan dan harapan

**Caecilia Wahyu E.R**

Pengaruh Kualitas Pelayanan, Kepuasan dan Citra Koperasi  
terhadap Loyalitas Anggota (Studi pada Koperasi Simpan Pinjam  
di Kota Cirebon)

**H. M. Thamrin.AR**



**BULETIN EKONOMI**  
**Jurnal Manajemen, Akuntansi dan Ekonomi Pembangunan**  
 Akreditasi : No. 55/DIKTI/KEP/2005

**SUSUNAN REDAKSI BULETIN EKONOMI**  
**Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta**

- Penanggung Jawab : Dr. Didiet Welly Udjianto, M.S.
- Pemimpin Redaksi : Dr. M. Irhas Effendi, M.Si.
- Wakil Pemimpin Redaksi : Muafi, SE, M.Si.
- Redaktur Ahli : Hermawan Kertajaya (Presiden Markplus & Co.)  
 Prof. Wahjudi Prakarsa, Ph.D (Universitas Indonesia)  
 Prof. Dr. Mas'ud Machfoedz, MBA (Universitas Gadjah Mada)  
 Prof. M. Syafe'i Idrus, SE, M.Ec, Ph.D (Universitas Brawijaya)  
 Dr. Indra Bastian, MBA (Universitas Gadjah Mada)  
 Dr. Faried Wijaya, MA (Universitas Gadjah Mada)
- Dewan Redaktur : Dr. Arief Subyantoro, M.S.  
 Dr. C. Ambar Pujiharjanto, ME  
 Drs. Ichsan Setyo Budi, Akt., M.Si  
 Sri Suryaningsum, SE., Akt., M.Si  
 Listya Endang A, SE, M.Si
- Sekretaris : Drs. R. Hendri Gusaptono, MM  
 Widhy Tri Astuti, SE, M.Si
- Administrasi : Dra. Sujiati  
 Dra. Sri Sukandaru
- Alamat Redaksi : Gedung FE UPN "Veteran" Yogyakarta  
 Jl. SWK 104 Lingkar Utara Condongcatur Yogyakarta 55283  
 Telp. 0274 - 486255, Fax. 0274 - 486255  
 E-mail : [bulet-upnvy@yahoo.com](mailto:bulet-upnvy@yahoo.com)

Buletin Ekonomi  
 Jurnal Manajemen, Akuntansi dan Ekonomi Pembangunan

Diterbitkan oleh FE UPN "Veteran" Yogyakarta sebagai media yang bertujuan untuk menyebarluaskan hasil penelitian maupun telaah teori yang berhubungan dengan ilmu manajemen, akuntansi dan ekonomi pembangunan. Buletin Ekonomi terbit setahun tiga kali, setiap bulan April, Agustus dan Desember. Redaksi menerima artikel dari siapapun baik yang ditulis dalam bahasa Indonesia maupun Bahasa Inggris. Untuk Informasi Berlangganan dipersilahkan menghubungi Redaksi pada alamat di atas.

# BULETIN EKONOMI

JURNAL MANAJEMEN, AKUNTANSI DAN EKONOMI PEMBANGUNAN

Akreditasi : No. 55/Dikti/KEP/2005



FAKULTAS EKONOMI  
 UPN "VETERAN" YOGYAKARTA

BULETIN EKONOMI	VOLUME 5	NOMOR 3	Halaman 203 - 279	Yogyakarta Desember 2007	ISSN 1410-2293
-----------------	----------	---------	-------------------	-----------------------------	-------------------



Caecilia Wahyu E.R.<sup>1</sup>

*Abstract*

This paper attempts to review another study of financial theory, which is known behavioral finance. This study is an emerging field that takes explicit account of psychological factors that are excluded from conventional financial analysis. Eventhough this study is still debated by many academicians and practicionists, this study gives many contributions to theoritical development, especially financial theory. Behavioral finance explains many reactions on financial markets that appear to be contrary to conventional theory. This study has some limitations and mistakes in financial investment decisions. This study is expected to be able to attract some interests among academicians and practisionists and to convince them to applicate behavioral model into their research. It is expected that quantities and qualities of behavioral finance research to grow and develop in the long run.

**Key words:** behavioral finance, heuristic, representativeness, anchoring & adjustment, overconfidence, disposition effect, herding.

## 1. PENDAHULUAN

Istilah *behavioral finance* muncul pertama kali sejak Bond & Thaler (1985: 804) mempublikasikan risetnya yang berjudul "*Does the Stock Market Overreact?*" dengan hasil temuannya bahwa kebanyakan orang (investor) melakukan *overreaction* terhadap peristiwa yang berupa pengumuman dramatis dan tidak diharapkan (*bad news*). Meskipun hasil riset ini sangat mengagetkan dan menjadi bahan perdebatan bagi kalangan peneliti dan praktisi, khususnya bagi penganut teori keuangan konvensional atau standar, sampai dengan saat ini tetapi hal ini tidak membuat penganut bidang ilmu *behavioral finance* menjadi terhenti untuk melakukan aktivitas risetnya.

Pada awal mula munculnya *behavioral finance* ini mengabaikan semua asumsi yang digunakan dalam teori keuangan standar seperti investor selalu berperilaku rasional sepenuhnya, selalu berorientasi pada utilitas maksimal, mampu memproses informasi yang tersedia, dan tidak emosional (Pangeran, 2007: 265). Bahkan studi *behavioral finance* ini juga menentang *efficient market theory* yang dikemukakan oleh Eugene Fama, 1965 (Ball, 1995) yaitu suatu pasar di mana sejumlah pelaku pasar rasional, secara aktif berkompetisi memaksimalkan profit dengan cara memprediksi nilai pasar sekuritas di masa mendatang,

<sup>1</sup> Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma Yogyakarta. E-mail: caecilia\_why@yahoo.co.id

di mana informasi penting saat ini tersedia bebas untuk seluruh partisipan, secara rata-rata kompetisi akan menyebabkan efek informasi baru terhadap nilai intrinsik secara menyeluruh dicerminkan secara cepat dalam harga aktual. Hal ini disebabkan studi *behavioral finance* memasukkan unsur perilaku (aspek psikologis) ke dalam observasinya, yang selama ini diabaikan oleh teori keuangan standar (konvensional), seperti *efficient market theory*.

Ada berbagai macam definisi *behavioral finance* yang dikemukakan oleh para ahli di bidang keuangan. Menurut Sewell (2007: 1) *behavioral finance* merupakan studi yang berkenaan dengan pengaruh psikologi terhadap perilaku praktisi keuangan dan selanjutnya berpengaruh terhadap pasar. *Behavioral finance* membantu dalam menjelaskan mengapa dan bagaimana pasar tidak efisien. Sedangkan menurut Weber, 1999 (dikutip dalam Fromlet, 2001) *behavioral finance* merupakan kombinasi yang erat antara perilaku individu dan fenomena pasar dengan menggunakan pengetahuan yang berasal dari bidang ilmu psikologi dan teori keuangan. Lain halnya dengan definisi *behavioral finance* yang dikemukakan oleh Tilson (2005: 1) yaitu sebuah studi yang menjelaskan bagaimana dan mengapa kesalahan kognitif mempengaruhi investor dan menciptakan anomali di pasar modal, seperti *bubbles* dan *crashes*.

## 2. SUMBANGAN BEHAVIORAL FINANCE TERHADAP PERKEMBANGAN TEORI KEUANGAN

Menurut Slovic (2001: 779) beberapa aspek yang digunakan dalam analisis investasi adalah yang berhubungan dengan aspek psikologis, yaitu penilaian yang menunjukkan kapabilitas seseorang untuk mengintegrasikan informasi ke dalam *judgment* atau *decision*. Dalam kenyataan para analis sekuritas sering terpaksa menjadi psikolog yang amatir karena mereka tidak memiliki pengetahuan psikologi yang relevan. Menurut Thaler (1999: 15) kontribusi *behavioral finance* yang paling penting adalah pada teori yaitu investigasi yang teliti mengenai peranan pasar dalam mengagregasi berbagai perilaku, yang selanjutnya adalah memunculkan anomali-anomali yang dikenal saat ini, misalnya *overreaction* dan *underreaction*.

Dengan mengaplikasikan *asset pricing model* yang dikenal pada dekade yang lalu diperoleh hasil bahwa *return* menunjukkan *underreaction* dalam jangka pendek dan *overreaction* dalam jangka panjang. Hasil studi empiris ini dan hasil studi lainnya merupakan bukti munculnya fenomena-fenomena baru dalam *behavioral finance* yang bertentangan dengan teori klasik (anomali). Hal ini menunjukkan kemungkinan untuk menciptakan model teoritik yang koheren (saling berkaitan) antara bidang ilmu psikologi dan ekonomi yang mampu menjelaskan pola yang kompleks dari hasil riset empirik.

*Behavioral finance* mampu memberikan penjelasan yang bermanfaat bagi investor individual dan profesional investasi dalam mengelola portfolio mereka karena memasukkan unsur perilaku individu. Meskipun data perilaku individu sulit diperoleh tetapi beberapa data tersebut sudah mulai ada, misalnya data yang diperoleh Odean dalam risetnya. Terrance Odean (1998: 1778) mengadakan eksperimen terhadap beberapa *customer* dari perusahaan *broker* yang menawarkan diskon besar guna mendapatkan data tersebut. Riset Odean



menunjukkan bahwa perilaku penting yang didokumentasikan oleh ahli psikologi di laboratorium adalah *overconfidence* dan *loss aversion*. Temuannya adalah individu yang melakukan perdagangan terlalu banyak akan enggan untuk menjual saham *lossers* meskipun adanya pertimbangan pajak akan membuat mereka lebih suka menjual saham *lossers* guna membeli saham *winners*. Fenomena ini dikenal dengan sebutan *disposition effect* (*disposition error*).

Selain itu studi *behavioral finance* juga memunculkan empat teori dalam model perilaku yang dapat digunakan untuk mengkaji fenomena *disposition effect* yaitu *prospect theory*, *mental accounting*, *regret aversion*, dan *self-control* (Shefrin & Statman, 1985: 778). *Prospect theory* memprediksi disposisi untuk menjual saham *winners* dan menahan saham *lossers* ketika pendapatan yang diperoleh tetap dipertahankan. *Mental accounting* menempatkan perlakuan teoritis prospek ke dalam *framework* yang lebih luas, dengan mengklarifikasi kondisi di mana efek disposisi tetap dipertahankan ketika pendapatan realisasi diinvestasikan ke dalam "swap." *Regret aversion* memberikan alasan penting mengapa investor mempunyai kesulitan merealisasikan *gains* seperti halnya *losses*. *Self-control* digunakan untuk menjelaskan metode yang rasional bagi investor yang digunakan untuk memaksa mereka merealisasikan *losses*.

### 3. KETERBATASAN DAN KEKELIRUAN DALAM BEHAVIORAL FINANCE

Meskipun studi *behavioral finance* ini memberikan argumentasinya terhadap kelemahan teori keuangan standar tetapi studi ini juga memiliki keterbatasan (*limitations*) dan kekeliruan (*mistakes*). Berikut ini merupakan keterbatasan yang dimiliki *behavioral finance* antara lain (Curtis, 2004: 17-19):

#### 1. *Weather patterns don't know they are being studied*

Pola cuaca tidak akan mengubah perilakunya sesuai dengan hasil riset yang diinginkan, karena mereka tidak mengetahui bahwa mereka sedang diteliti. Namun bila manusia sebagai subyek penelitian di bidang *behavioral finance* memiliki kecenderungan untuk berperilaku berbeda bila mereka mengetahui hipotesis peneliti tentang mereka. Bentuk perubahan perilaku yang mungkin muncul adalah *self-fulfilling prophecies* (kecenderungan untuk mendukung hipotesis) dan *suicidal predictions* (kecenderungan untuk mensabotase penelitian).

#### 2. *Human subjects don't always play by the rules*

Dalam kenyataan manusia memiliki kecenderungan untuk berperilaku sesuai dengan keinginan mereka sendiri (tanpa kaidah tertentu). Apabila mereka dijadikan sebagai subyek penelitian di bidang *behavioral finance* maka perilaku mereka ada kecenderungan tidak sesuai (berbeda) dengan asumsi yang diharapkan peneliti.

#### 3. *The phrase "statistically significant" doesn't necessarily mean much*

Yang jauh lebih penting dalam hasil riset di bidang *behavioral finance* adalah hasil yang signifikan dari suatu riset saat ini tidaklah berarti lebih baik daripada hasil serupa yang akan diperoleh apabila riset tersebut diulang dengan responden yang berbeda.

Hal ini disebabkan karena relevansi dari studi tersebut terhadap individu lain yang tidak menjadi responden tetap menjadi pertanyaan pokok yang tak mampu dijawab.

#### 4. *What about the other 40%?*

Apabila hasil riset menunjukkan bahwa 60% dari subyek dalam eksperimen *behavioral finance* membuat pilihan yang salah dalam tes keuangan maka 40% sisanya tidak bisa dimasukkan ke dalam kelompok 60% tersebut. Hal ini disebabkan 40% sisanya memiliki karakteristik atau perilaku yang berbeda dari kelompok 60%.

#### 3. *Experience and education matter*

Beberapa hasil temuan riset di bidang *behavioral finance* menunjukkan bahwa sekali investor memahami keputusan mereka adalah keputusan yang buruk maka mereka kemungkinan akan membuat keputusan yang lebih baik di masa mendatang. Dalam hal ini ada proses *learning* yang terjadi pada manusia tetapi untuk menjadi rasional secara menyeluruh kemungkinan kecil.

#### 4. *Having something really at stake matters*

Dalam melakukan studinya eksperimenter menginginkan jawaban yang cepat dan alamiah dari subyek penelitiannya ketika mereka dihadapkan pada kondisi tertentu. Namun ada kecenderungan subyek akan berusaha keras memberikan jawaban yang benar dengan meminta beberapa saran ketika dihadapkan pada suatu kasus yang sangat penting yang memberikan efek besar pada dirinya.

#### 5. *The experimenters' expectations affect the outcome of their studies*

Dalam melakukan risetnya ada kecenderungan dari eksperimenter untuk mengarahkan agar hasil studi sesuai dengan harapannya. Hal ini dapat menimbulkan bias pada hasil risetnya.

Dalam menerapkan *behavioral finance* ada 16 *mistakes* yang harus dihindari investor untuk melakukan pengambilan keputusan investasi keuangan, yaitu (Fromlet, 2001: 68):

1. Cek sumber informasi anda - apakah menggunakan peramalan dari *outsider* (*minority*)? Apakah ada informasi atau angka terbaru dengan topik yang sama?
2. Cobalah dapatkan informasi yang eksklusif - informasi yang tidak dibaca oleh setiap orang tetapi merupakan informasi penting; Lakukan studi opini dan cek bahwa informasi tersebut adalah masuk akal.
3. Gunakan analisis fundamental dan ujilah - analisis fundamental kadang-kadang mengarah pada simpulan yang keliru, khususnya dalam *currency market*; *Psychological mood* dalam pasar bisa menjadi faktor yang lebih berpengaruh daripada faktor fundamental.
4. Apakah penasihat keuangan anda *overconfident* - berhati-hatilah! Apakah analisis anda sering mengkaitkan opininya hanya untuk orang-orang yang mengkonfirmasi simpulannya (keputusannya)?
5. Bicaralah dengan lawan strategik anda - hindari kecenderungan umum terutama dengan melihat pada argumen orang lain yang sejalan dengan posisi anda sendiri.
6. Apakah anda *overconfident* - apakah anda mempertahankan saham yang *lossers* dalam jangka waktu lama, dan mengabaikan berita positif tentang investasi anda?



7. Bandingkan pandangan anda yang positif dan negatif – cobalah untuk mendapatkan pertanggungjawaban untuk *judgment* yang paling optimis dan paling pesimis menyangkut pasar, dan mengapa *judgment* itu ?
8. *Anchoring* kemungkinan berisiko – *anchoring* menjadi suatu ekspektasi (pedoman) adalah masuk akal tetapi kualitas dari angka yang dijadikan *anchor* mungkin saja tidak memadai sehingga perlu dicek bila memungkinkan.
9. Berapakah usia informasi atau peramalan anda – pengalaman dan hasil riset *behavioral finance* telah didapatkan yaitu beberapa analisis enggan untuk mengubah peramalan yang telah usang.
10. Bagaimana kekuatan *herd mentality* – pergerakan *strong herd* selama waktu yang lebih lama dapat meningkatkan risiko irasional yang berlebihan; Pertimbangkan bila anda terlambat bergabung dengan kelompok mereka.
11. Apakah *financial news* dibaca dengan benar – apakah berita penting dibaca dengan cara yang positif, netral, atau negatif; dan bagaimana dengan posisi anda?
12. Apakah berita yang terbaru sejalan dengan strategi anda – berita yang terbaru selalu penting; apakah ada risiko untuk orang yang melakukan *undereaction* ataupun *overreaction* terhadap berita tersebut?
13. Pahamiilah angka-angka dengan baik – mengetahui dan memahami angka-angka akan memberikan keuntungan psikologi bagi anda dalam berdiskusi dan mengambil keputusan investasi.
14. Berani untuk mempertanyakan rekomendasi – *questioning argument* akan memaksa *advisers* untuk menjadi lebih akurat dan cangguh dalam analisis mereka – suatu aplikasi klasik dari *behavioral finance*.
15. Gunakan *behavioral finance* sebagai perlengkapan strategik – pengetahuan tentang *behavioral finance* dapat membantu menghindari melakukan investasi yang buruk; Anda dapat dibantu secara strategik tetapi tidak dalam mendapatkan saham *winner* individu; Jangan lupa untuk menganalisis kekuatan *home bias* anda.
16. Yang terakhir: apakah sesuatu tampak irasional? Berpikirlah dua kali sebelum melakukan investasi. Intuisi anda mungkin saja benar.

#### 4. BEBERAPA FUNDAMENTAL DALAM BEHAVIORAL FINANCE

Bidang ilmu *behavioral finance* mengalami perkembangan pasang surut sejak awal pemunculannya sampai dengan saat ini. Berbagai kritikan yang telah dilontarkan tidak menghambat perkembangan studi ini untuk menuju ke tahap yang lebih baik. Meskipun bertentangan dengan pendekatan Markowitz/Sharpe akan tetapi *behavioral finance* berkenaan dengan perilaku individu dan cara mengumpulkan informasi serta menggunakannya.

Menurut hasil observasi Weber, 1999 (dikutip dalam Fromlet, 2001: 65-67) *behavioral finance* mencoba mengkombinasikan secara tepat antara perilaku individu dan fenomena pasar dengan menggunakan pengetahuan dari bidang ilmu psikologi dan teori keuangan. Perhatian studi *behavioral finance* lebih ditekankan pada kombinasinya. Berikut ini

merupakan beberapa riset yang telah dilakukan oleh beberapa ahli *behavioral finance* guna menjelaskan fenomena-fenomena yang terjadi di pasar modal.

##### 1. Heuristic

Tversky dan Kahneman, 1973 (dikutip dalam Sewell, 2007: 1-2) memperkenalkan istilah *heuristic*. *Heuristic* dapat diartikan sebagai *rule of thumb*, yaitu suatu tindakan praktis dan sederhana yang dilakukan seseorang ketika ingin mengambil keputusan dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi. Dengan *heuristic*, orang tidak akan berpikir rumit dengan menggunakan hukum-hukum matematis, mengabaikan hukum normatif dan cenderung berpikir pragmatis. Namun seringkali pengambilan keputusan secara *heuristic* dapat menimbulkan bias. Bias yang sering terjadi dalam pasar keuangan adalah kesalahan dalam melakukan ekspektasi nilai perusahaan. Kesalahan ekspektasi inilah yang kemudian tergambar dalam *mispricing* saham yang diinterpretasikan sebagai fenomena *underreaction* atau *overreaction* terhadap informasi.

##### 2. Representativeness

Salah satu *heuristic* penting yang berpengaruh terhadap keputusan keuangan dikenal dengan istilah *representativeness*. *Representativeness* merupakan suatu kecenderungan seseorang untuk memberikan penilaian yang berlebihan (bisa negatif atau positif) dari yang seharusnya. Istilah ini diajukan oleh ahli psikologi Tversky & Kahneman, 1972 dan Tversky & Kahneman, 1974 (dikutip dalam Habbe, 2007) dengan argumentasinya bahwa seringkali manusia dalam menaksir nilai atau memprediksi probabilitas menggunakan pendekatan *representativeness*. Sedangkan menurut Hogarth, 1987 (dikutip dalam Habbe, 2007) *heuristic* ini mengacu pada keputusan berdasarkan *stereotypes* tertentu, yaitu keputusan yang didasarkan pada derajat kesamaan karakter atau tipe.

##### 3. Anchoring & adjustment

Menurut Fromlet (2001: 66) ekspektasi biasanya menjadi *anchor* (patokan) bagi para pelaku di pasar modal guna menginterpretasikan informasi secara cepat. Kebanyakan penyimpangan ekspektasi yang besar dari rata-rata ekspektasi sering berdampak pada harga pasar dalam jangka pendek. Kadang-kadang penyimpangan tersebut dapat menimbulkan *shock* (kejutan) pada mereka. Dengan demikian *anchoring* tidak mampu melindungi mereka dari kejutan tersebut.

*Adjustment* mengilustrasikan penyesuaian yang dilakukan para pelaku pasar karena ekspektasi mereka menyimpang dari informasi baru yang mereka terima. Namun penyesuaian yang dilakukan mereka cenderung konservatif, bahkan cenderung tidak lengkap. Respon mereka adalah *underreact* terhadap informasi tersebut. Perilaku *underreaction* ini menimbulkan terjadinya kesalahan prediksi nilai di masa mendatang yang berkonsekuensi pada biasanya harga pasar saham (Habbe, 2007).

Hasil studi Epley & Gilovich, 2001 (dikutip dalam Nelson, 2005) menunjukkan bahwa *anchoring effects* dihasilkan minimal ada dua mekanisme. Pertama, *anchor* diperoleh dari para partisipan sendiri yang memberikan nilai yang salah tetapi mendekati jawaban yang



benar. Hal ini menggerakkan mereka untuk melakukan proses penyesuaian (*adjustment*) secara berturut-turut. Kedua, *anchor* yang baru disediakan oleh eksperimenter. Kebanyakan perkembangan dalam memahami bias yang dihasilkan dari *anchoring effects* ini dihubungkan pada pengakuan bahwa tidak semua *anchoring effects* serupa dan ini menimbulkan penyelidikan yang terus-menerus untuk memberikan suatu penjelasan tunggal.

Riset Habbe (2007) menunjukkan hasil bahwa investor bergantung sangat tinggi dan menjadikan tingkat laba dan pola laba yang lalu sebagai nilai awalnya (*anchor*). Mereka bertindak *overreaction* terhadap informasi laba sekarang ketika *confirm* dengan nilai awalnya, dan juga bertindak *overreaction* terhadap pola persisten yang terbentuk. Tindakan *overreaction* ini disebabkan mereka menganut *representativeness heuristics*. Sebaliknya mereka bertindak *underreaction* terhadap informasi laba sekarang ketika *disconfirm* dengan nilai awalnya, dan juga bertindak *underreaction* terhadap pola laba yang berubah ekstrem. Tindakan *underreaction* tersebut disebabkan mereka menganut *anchoring-adjustment heuristics*.

#### 4. *Varying availability of information*

*Availability* menggambarkan ketersediaan informasi yang beragam belum tentu dapat diaplikasikan oleh seseorang dengan cara yang tepat, tergantung dari ada tidaknya pengalaman yang dimiliki seseorang. *Availability* merupakan *cognitive heuristics* di mana keputusan yang diambil didasarkan atas pengetahuan yang sudah ada daripada pengujian terhadap alternatif atau prosedur lainnya. Menurut hasil analisis Kahneman & Tversky, 1979 (dikutip dalam Fromlet, 2001: 66) seorang analis yang tidak memiliki pengalaman dengan adanya *crash* di pasar modal atau resesi perekonomian akan mengatasi probabilitas dan konsekuensi atas peristiwa tersebut berbeda dari ahli ekonomi atau pelaku pasar yang memiliki pengalaman.

#### 5. *The psychology of sending message*

Goldberg dan Von Nitsch, 1999 (dikutip dalam Fromlet, 2001) melakukan pengujian terhadap fenomena yang berkaitan dengan urutan kata dari informasi tertentu. Mereka memberikan dua alternatif informasi yang sama kepada para partisipannya (dengan perbedaan urutan penempatan kata) yaitu alternatif pertama, mereka menempatkan *negative content* pada baris pertama; alternatif kedua, *positive content* diletakkan pada baris pertama. Ternyata hasil riset menunjukkan ada perbedaan reaksi di antara mereka dalam menanggapi informasi tersebut. Partisipan yang diberi informasi yang berisi *negative content* pada baris pertama bereaksi negatif, sedangkan partisipan yang diberi informasi yang berisi *positive content* pada baris pertama bereaksi positif.

#### 6. *Overconfidence*

Menurut Lichtenstein & Fischhoff, 1977; Taylor & Brown, 1988; Russo & Schoemaker, 1999 (dikutip dalam Kufepaksi, 2007) *overconfidence* adalah kecenderungan pengambil keputusan tanpa disadari untuk memberi bobot penilaian yang berlebihan pada pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki serta mengabaikan informasi publik yang

tersedia. Perilaku *overconfidence* merupakan salah satu cerminan dari perilaku manusia yang tidak rasional karena proses pengambilan keputusan tidak dilakukan berdasarkan prinsip rasionalitas normatif yang mengacu pada penentuan *expected utility* yang terbesar. Perilaku *overconfidence* dipengaruhi oleh tingkat pengetahuan yang dimiliki oleh masing-masing individu. Beberapa hasil penelitian psikologi, seperti Lichtenstein & Fischhoff, 1977; Fischhoff et al, 1977 (dikutip dalam Kufepaksi, 2007) menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat pengetahuan seseorang semakin besar juga tendensinya untuk berperilaku *overconfidence*. Dengan kata lain orang yang *overconfidence* sebenarnya merupakan orang yang kurang memiliki pengetahuan yang memadai untuk melakukan prediksi sehingga prediksinya tidak atau kurang akurat. Riset Camerer & Lovallo, 1999 (dikutip dalam Sewell, 2007: 7) ditemukan hasil secara eksperimental bahwa *overconfidence* dan optimisme merupakan faktor yang mempengaruhi seseorang memasuki suatu bisnis secara berlebihan (*excessive*)

Hasil temuan riset Kufepaksi (2007) juga mendukung hasil temuan riset sebelumnya, yaitu investor yang memiliki pengetahuan relatif kurang (merepresentasikan tingkat *overconfidence* yang tinggi) cenderung menilai ketepatan pengetahuan yang mereka miliki secara berlebihan melebihi yang sebenarnya sehingga menghasilkan nilai prediksi yang relatif tinggi dan rata-rata kesalahan prediksi atau harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan investor yang memiliki pengetahuan yang relatif tinggi (merepresentasikan tingkat *overconfidence* yang rendah) di semua sesi eksperimen, kecuali di sesi *good news*.

#### 7. *Disposition effect*

Menurut Shefrin & Statman, 1985 (dikutip dalam Fromlet, 2001) fenomena *disposition effect* ini menggambarkan kecenderungan investor ke arah perilaku menjual lebih dini saham *winner* (saham berkinerja superior) dan menahan lebih lama saham *loser* (saham yang merugi). Fenomena ini menimbulkan konsekuensi keuangan, merugikan kekayaan para investor. Kerugian atas kekayaan para investor terjadi karena saham *winner* yang mereka jual cenderung terus berkinerja baik. Sedangkan saham *loser* yang mereka tahan ternyata terus berkinerja buruk. Bias psikologis ini terjadi secara sistematis dan berulang-ulang di pasar modal (De Bondt & Thaler, 1985; Nofsinger, 2002; Garvey & Murphy, 2004; dikutip dalam Pangeran, 2007). Hasil temuan riset Pangeran (2007) juga mendukung hasil temuan riset sebelumnya atau membuktikan bahwa *disposition effect* investor terbukti baik pada studi eksperimen maupun studi kasus. Odean, 1998 (dikutip dalam Sewell, 2007: 7) menguji dan mendapatkan bukti untuk *disposition effect*, yaitu suatu kecenderungan investor untuk menjual saham *winner* dengan segera dan menahan saham *lossers* lebih lama.

#### 8. *Home bias*

*Home bias* merupakan bias yang terjadi karena investor lebih suka investasi di pasar domestik daripada di pasar luar negeri. Hal ini disebabkan bukan karena alasan yang rasional, keamanan keamanan, melainkan karena alasan kesukuan atau fanatisme, di mana investor lebih terbiasa di lingkungan luar.



Menurut Alchian, 1950 (Setiyono, 2007) *herding* menggambarkan fenomena perilaku investor mengikuti atau meniru keputusan orang lain. Perilaku ini tampaknya merupakan salah satu prinsip pemilihan jalan pintas yang secara esensial sering digunakan dalam kehidupan manusia. Prinsip ini diperlukan ketika keputusan harus dibuat dalam kondisi ketidakpastian, dan tidak disertai informasi yang sempurna. *Winners* selalu diobservasi secara dekat khususnya ketika ada *performance* yang bagus akan terulang lagi dalam beberapa waktu kemudian. Investor baru biasanya tertarik untuk mengikuti investor lainnya yang dianggap memiliki kemampuan dan pengalaman lebih tinggi. Hasil riset Nofsinger & Sias, 1999 (dikutip dalam Sewell, 2007: 7) telah ditemukan bahwa investor institusional memberikan umpan balik perdagangan yang positif lebih daripada investor individu dan investor institusional lebih memberikan pengaruh *herding* terhadap harga daripada *herding* yang dilakukan oleh investor individual.

## 5. PREDIKSI BEHAVIORAL FINANCE DI MASA MENDATANG: SEBUAH HARAPAN

Membuat ramalan tentang sesuatu di masa mendatang tidaklah mudah dan satu-satunya prediksi yang telah dilengkapi kepercayaan adalah *behavioral finance* akan didominasi oleh banyaknya ilmuwan muda yang tidak terbebani dengan investasi yang besar seperti dalam paradigma lama. Berikut ini Thaler (1999) menawarkan sederet topik yang menjadi harapannya untuk dikaji daripada memprediksi macam riset apa yang akan muncul pada dekade berikutnya.

Pertama, teori dari paper-paper *behavioral finance* yang telah muncul diharapkan mampu menarik perhatian institusi (akademisi, praktisi, ahli ekonomi). Namun untuk meyakinkan institusi langsung masuk ke dalam model perilaku dan mengaplikasikan model perilaku bagi institusi adalah tidak mudah tetapi akan lebih bernilai. Kedua, riset-riset *behavioral finance* diharapkan semakin bertambah di bidang keuangan perusahaan (*corporate finance*), karena kebanyakan riset sampai saat ini lebih banyak di bidang *asset pricing* tetapi kurang di bidang keuangan perusahaan. Ketiga, diharapkan data investor individu semakin lama semakin bertambah dengan adanya peran akademisi dalam mendapatkan data sehingga kita akan lebih mudah dalam melakukan riset guna menangkap fenomena yang terjadi di pasar, sehingga diharapkan ilmu *behavioral finance* akan berkembang dalam jangka panjang.

Dengan mengamati perkembangan pertama kali munculnya *behavioral finance* sampai dengan saat ini maka dapat diharapkan bahwa *behavioral finance* suatu ketika tidak lagi menjadi subyek yang kontroversial. Ahli ekonomi keuangan akan terbiasa untuk menggunakan konsep ini dalam pemikiran mereka mengenai peranan perilaku manusia terhadap harga saham. Orang-orang akan menengok ke belakang pada artikel-artikel yang dipublikasikan 15 tahun yang lalu dan bertanya-tanya mengenai pertentangan apa yang pernah terjadi sebelumnya. Prediksi Thaler (1999) bahwa di masa mendatang (tidak lama lagi) *behavioral finance* dipandang tidak lagi sebagai frase yang *redundant* (berlebihan).

Dengan kata lain diharapkan para ahli ekonomi akan terbiasa menggabungkan unsur perilaku ke dalam model pada saat mereka melakukan observasi di dalam dunia nyata. Setelah itu kemungkinan yang terjadi adalah mereka akan disebut irasional kalau mereka menggunakan konsep lain di luar konsep ini

## 6. SIMPULAN

Studi *behavioral finance* telah mengalami perkembangan sejak pertama kali diperkenalkan oleh kalangan akademisi sampai saat ini. Tidak sedikit kontribusi studi ini untuk perkembangan teori di bidang keuangan dengan memasukkan unsur perilaku manusia (aspek psikologis) dan untuk membantu investor individual dan profesional investasi dalam mengelola portfolio. Meskipun bidang ilmu *behavioral finance* ini memberikan kontribusi bagi perkembangan teori di bidang keuangan tetapi juga memiliki beberapa keterbatasan dan *mistakes* (kekeliruan). Namun studi ini diharapkan mampu menarik perhatian berbagai kalangan (akademisi maupun praktisi) dan meyakinkan mereka untuk mengaplikasikan model perilaku ke dalam riset-riset mereka sehingga kuantitas dan kualitas riset di bidang *behavioral finance* diharapkan semakin bertambah dan diharapkan ilmu *behavioral finance* akan berkembang dalam jangka panjang.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ball, Ray. 1995. "The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations." *Journal of Managerial Finance*: 35-48
- Bondt, Werner FM De & Thaler, Richard. 1985. "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*, 40 (3): 793-804
- Copeland, Thomas E. & Weston, J. Fred. 1992. *Financial Theory and Corporate Policy*. Third Edition. USA: Addison-Wesley Publishing Co., 330-332
- Curtis, Gregory. 2004. "Modern Portfolio Theory and Behavioral Finance." *The Journal of Wealth Management*: 16-22
- Fromlet, Hubert. 2001. "Behavioral Finance-Theory and Practical Application" *Journal of Business Economics*: 63-69
- Habbe, Abdul Hamid. 2007. "Pengujian Heuristik Representativeness dan Anchoring-Adjustment atas Perilaku Over/Underreaction Investor terhadap Informasi Laba, dan Konsekuensinya pada Prediksi Laba dan Penilaian Saham." *Desain Eksperimental: Aplikasi dalam Riset Ilmu Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*. Yogyakarta: Program Magister Sains dan Doktor Ilmu Ekonomi UGM & Forum Mahasiswa dan Alumni Doktor Ilmu Ekonomi UGM (Formadegama): 407-431



- Kufepaksi, Mahatma. 2007. "Pengaruh Perilaku Overconfident pada Proses Pembentukan dan Koreksi Harga Saham dalam Eksperimen Pasar: Implikasi Perilaku Penipuan Diri di Pasar Modal." Desain Eksperimental: Aplikasi dalam Riset Ilmu Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi. Yogyakarta: Program Magister Sains dan Doktor Ilmu Ekonomi UGM & Forum Mahasiswa dan Alumni Doktor Ilmu Ekonomi UGM (Formadegama): 407-431
- Odean, Terrance. 1998. "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance*, 53 (5): 1775-1798
- Pangeran, Perminas. 2007. "Anteseden dan Konsekuensi Emosi Penyesalan pada Disposition Error Investor dalam Keputusan Investasi." Desain Eksperimental: Aplikasi dalam Riset Ilmu Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi. Yogyakarta: Program Magister Sains dan Doktor Ilmu Ekonomi UGM & Forum Mahasiswa dan Alumni Doktor Ilmu Ekonomi UGM (Formadegama): 263-297
- Sewell, Martin. 2007. "Behavioral Finance" [www.behavioralfinance.net/behavioralfinance.pdf](http://www.behavioralfinance.net/behavioralfinance.pdf)
- Slovic, Paul. 2001. "Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making." *Journal of Finance*, Vol XXVII, No. 4: 779-798
- Thaler, Richard H. 1999. "The End of Behavioral Finance" *Journal of Association for Investment Management and Research*: 12-17
- Tilson, Whitney. 2005. "Applying Behavioral Finance to Value Investing." [www.tilsonfunds.com/Tilson Behavioral Finance.pdf](http://www.tilsonfunds.com/Tilson Behavioral Finance.pdf)
- Nelson, Leif D. 2005. "Special Session Summary: Advances in the Investigation and Application of the Anchoring and Adjustment Heuristic." *Advances in Consumer Research* Volume 32: 125-128
- Setiyono. 2007. "Perilaku Herding dan Efisiensi Pasar Saham: Studi Efek Pembelajaran Sosial di Pasar Modal Eksperimen Laboratori" Desain Eksperimental: Aplikasi dalam Riset Ilmu Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi. Yogyakarta: Program Magister Sains dan Doktor Ilmu Ekonomi UGM & Forum Mahasiswa dan Alumni Doktor Ilmu Ekonomi UGM (Formadegama): 369-406
- Shefrin, Hersh & Statman, Meir. 1985. "The disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence." *The Journal of Finance*, 40 (3): 777-790